유통/화장품 Weekly

비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
아모레퍼시픽	매수	180,000원
한국콜마	매수	105,000원
신세계	매수	215,000원

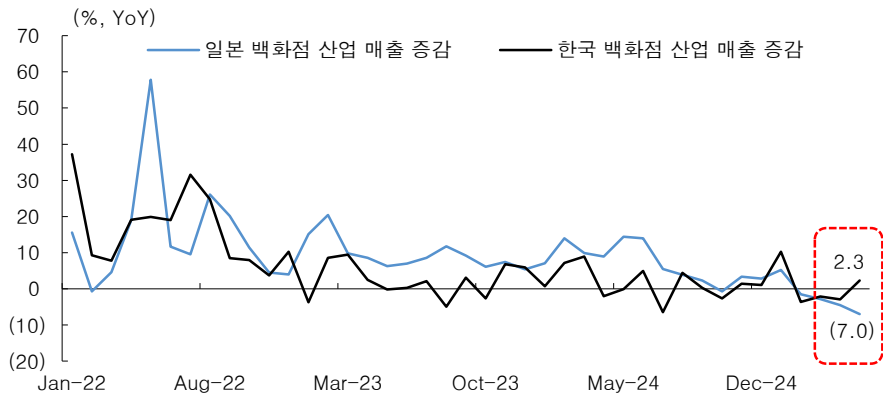
Charts of week

5월, 한국 백화점 산업 매출 증가가 일본보다 양호

2025년 5월 한국 백화점 산업 매출은 전년동기대비 2.3% 증가한 반면, 일본 백화점 산업은 7.0% 감소했다. 엔화 약세 등에 따라서 일본 여행의 매력이 높아지면서 2022년 8월부터 2025년 2월까지 일본 백화점 산업의 매출 흐름은 한국보다 양호했다(명절 등 일부 월을 제외). 덕분에 2023년부터 일본 백화점 기업의 외국인 지분율은 높아진 반면, 신세계의 외국인 지분율은 하락했다. 다행히 엔화 강세 등에 따라서 2025년 3월부터 5월까지 일본 백화점 내 외국인 매출이 감소하기 시작했고, 해당 기간에는 한국 백화점 산업의 흐름이 일본보다 양호했다.

향후 일본 백화점 산업과 한국 백화점 산업의 매출 흐름을 정확히 예측하기는 어렵다. 다만 최근 더딘 아웃바운드와 양호한 인바운드 추세와 함께 한국 백화점 산업의 낮은 기저를 고려했을 때 올해 하반기 한국 백화점 산업의 매출 회복은 분명하다. 2024년에 일본을 방문하는 한국인 입국자수는 2023년 대비 27% 증가했는데, 최근에는 그 추세가 둔화되었다(25년 1~5월 +8.4% YoY). 한국 백화점 산업의 기저가 낮은 반면, 일본 백화점 산업의 기저는 높다. 올해 남은 기간에 3~5월처럼 한국 백화점 산업이 일본 백화점 산업보다 양호한 매출 흐름을 이어간다면, 외국인 투자자 관점에서 한국 백화점 기업에 대한 투자 매력도는 높아질 수 있다.

[그림 1] 한국과 일본 백화점 산업 매출 증감 추이. 5월은 한국 백화점 산업 매출(+2.3% YoY)이 일본(-7.0% YoY)보다 양호

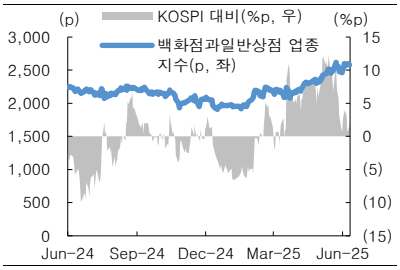


자료: 산업자원통상부, 일본백화점협회, 한국투자증권

주요 종목 valuation

		2024A	2025F	2026F
신세계 (004170)	PER(x)	11.3	6.8	5.4
	PBR(x)	0.3	0.4	0.4
	EV/EBITDA(x)	8.1	7.7	6.9
	DY(%)	3.4%	2.4%	2.6%
아모레퍼시픽 (090430)	PER(x)	12.2	28.3	24.2
	PBR(x)	1.4	1.7	1.6
	EV/EBITDA(x)	13.0	11.3	9.8
	DY(%)	1.1%	1.2%	1.4%
한국콜마 (161890)	PER(x)	14.4	16.4	11.1
	PBR(x)	1.6	2.4	2.0
	EV/EBITDA(x)	10.3	10.2	8.6
	DY(%)	1.3%	0.9%	1.1%

12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

김명주
myoungjoo.kim@koreainvestment.com

전유나
jeonynki@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

이번주 관심 기업: 신세계, 아모레퍼시픽, 그리고 한국콜마

지난 주(6/23~6/27) 시장 변동성이 커지면서 화장품 섹터와 유통 섹터 모두 조정이 발생했다. 달바글로벌과 에이피알이 섹터의 조정에도 양호한 주가 흐름을 보였던 점이 인상적이다.

올해 2~4월 부진한 매출 흐름을 보였던 백화점 산업이 5월에는 회복했고, 6월에도 유사한 흐름을 이어갈 전망이다. 2023년 신세계의 외국인 지분율은 크게 하락했는데, 그 이유 중 하나는 아웃바운드의 증가로 백화점 매출이 부진했기 때문이다. 동 기간 일본의 대표적 백화점 기업인 이세탄미츠코시홀딩스의 외국인 지분율은 크게 증가했다(그림5). 최근 아웃바운드의 더딘 증가 및 시장의 기대를 뛰어넘는 인바운드, 그리고 혼인건수/출생아수의 증가 등을 고려 시 하반기 한국 백화점 산업의 매출은 양호할 걸로 전망한다. 이러한 추세와 함께 중국 단체관광 무비자 정책 시행 등까지 고려했을 때 섹터 내에서는 신세계를 추천한다.

화장품 섹터에서는 아모레퍼시픽과 한국콜마를 주목하자. 최근 글로벌 화장품 기업 중 가장 눈에 띄는 기업은 에스티로더다. 대표적인 레거시 브랜드인 에스티로더의 주가가 최근 양호하다(3M +19.9% vs. S&P 500+7.5%). 에스티로더는 지난 3년간 체질 개선을 진행했고 올해부터 그 성과가 실적에 나타나고 있다. 아모레퍼시픽의 주가 흐름을 에스티로더와 비교하기는 어렵지만, 아모레퍼시픽 또한 올해부터 중국 사업 체질개선 효과가 나타나고 있다. 또한, 시장 대응 속도를 높이기 위해서 많은 신제품(코스알엑스)를 출시할 계획이다. 경쟁사와 밸류에이션 차이가 크게 벌어진 한국콜마 또한 주목할 필요가 있다. 평균적으로 한국콜마와 경쟁사의 밸류에이션은 PER 기준 3~4x 차이가 나는데, 현재는 그 차이가 5.1x 수준이다(12MF 기준).

<표 1> 커버리지 기업 주가 수익률 및 밸류에이션

(단위: %, x)

기업	목표주가 투자의견	주가 수익률						PER		금주 특이사안
		1W	1M	YTD	3M	6M	1YR	2025F	2026F	
코스피		1.1	15.9	27.4	17.2	27.1	9.8			
코스닥		(1.3)	7.5	15.2	10.5	17.4	(6.8)			
LG생활건강	-/(중립)	(6.7)	0.2	6.6	(1.2)	5.9	(7.5)	20.3	18.1	
아모레퍼시픽	180,000원(매수)	(9.8)	(3.7)	25.2	27.4	24.8	(25.5)	26.2	23.0	
코스맥스	265,000원(매수)	(3.2)	30.4	81.4	57.3	81.9	36.8	24.1	17.9	- 2분기 실적에 대한 기대감으로 에이피알과 달바글로벌의 주가는 양호. 밸류에이션 매력이 있는 한국콜마 또한 섹터의 흐름 대비 양호
실리콘투	50,000원(매수)	(2.3)	33.7	70.6	115.0	81.8	16.4	21.1	16.8	
에이피알	115,000원(매수)	6.4	25.8	197.4	108.6	203.5	(63.0)	29.0	22.7	
한국콜마	105,000(매수)	1.6	9.3	66.4	42.6	70.1	25.6	17.8	13.6	
달바글로벌	180,000(매수)	7.3	28.2	68.1				23.0	16.5	
이마트	115,000원(매수)	1.2	(2.1)	35.2	4.8	25.8	53.9	0.2	0.2	
롯데쇼핑	94,000원(매수)	(0.7)	(3.6)	37.7	15.7	35.5	18.3	0.1	0.1	
신세계	215,000원(매수)	0.9	9.1	42.0	28.7	43.8	21.6	9.0	7.7	- 차익실현 니즈에 따라서 대부분의 유통 기업 주가가 조정 받음. 특히 2분기 실적 부진이 예상되는 BGF리테일의 주가가 가장 큰 조정을 받음
현대백화점	100,000원(매수)	(0.9)	8.2	59.6	27.2	56.1	60.6	7.5	6.9	
GS리테일	24,000원(매수)	(2.2)	12.2	0.7	12.1	(1.0)	(6.4)	11.2	8.9	
BGF리테일	140,000원(매수)	(4.7)	17.7	16.2	7.7	16.1	14.5	10.8	9.9	
호텔신라	-/(중립)	(0.4)	5.3	39.6	26.1	39.8	(3.9)	74.7	25.3	

주: 주가 수익률 및 밸류에이션은 6월 27일 종가 기준. 밸류에이션은 컨센서스 기준. 이마트와 롯데쇼핑의 밸류에이션은 PBR 기준
자료: Dataguide, 한국투자증권

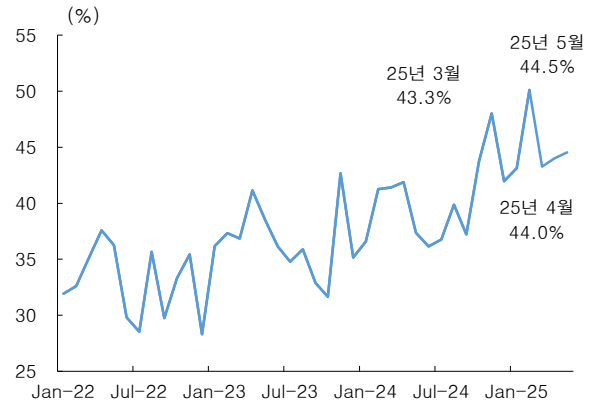
<표 2> 금주의 주요 뉴스 플로우

구분	내용
산업/글로벌	- 새정부 경제정책 기대감에…소비심리 4년 만에 '최고'(6/23) https://is.gd/bHAUd4 - 트럼프 "이스라엘·이란, 완전한 휴전(12시간) 합의"(6/23) https://is.gd/oYP5Di - 오아시스마켓, 티몬 인수 확정…브랜드 유지·정상화 매진(6/23) https://is.gd/rX0Xyw - 현대백화점, 청주에 신개념 엔터테인먼트 몰 '커넥트현대' 선봬(6/23) https://is.gd/grCiSQ - 신세계百, 프랑스 쁘렝땅 백화점서 K뷰티 팝업스토어(6/23) https://is.gd/amQd4P - 美 이란 공습에…K식품·유통가도 "원가부담 심화·소비심리 위축" 우려(6/23) https://is.gd/nS2pq0 - 새 정부 첫 한·미 고위급 통상회담…韓 관세 면제 강조(6/24) https://is.gd/8UA8P2 - 힙한 중고 다 모은다…무신사, 하반기 '유즈드' 론칭(6/24) https://is.gd/k1Mtwr - 홈플러스, 배민 통한 대형마트 퀵커머스 11개 매장으로 확대(6/24) https://is.gd/FWT1bP - 방한 외국인 소비 트렌드 보니…면세점에서 올다무로 이동(6/24) https://is.gd/XVeSPQ - "SSM 규제 폐지"…김성원 의원 '유통법' 개정안 발의(6/24) https://is.gd/MNMgyL - 트럼프 관세 유예 종료 2주 앞으로…"연장 가능성" 관측도(6/25) https://is.gd/AHvnXP - MBK "홈플러스 보통주 전량 소각은 큰 희생 감수한 것"(6/25) https://is.gd/40mopm - 저출산위 부위원장 "올해 합계출산율 0.8명 달성할 수도"(6/25) https://is.gd/Qcy2vz - 한중관계 훈풍 기류에… K뷰티, 중국 시장 다시 뚫는다(6/25) https://is.gd/hYi3Yt - 무신사스탠다드 "올해 매장 방문고객 1천만명 돌파"(6/25) https://is.gd/s1HlLD - 배민 B마트, 새벽배달 매장 8곳으로 확대(6/25) https://is.gd/o34xh5 - 제주 면세점에서도 술 2병 제한 사라진다…면세 혜택' 확대(6/25) https://is.gd/7G99OS - 유통업체 매출 7.0% 증가…물가상승에 오프라인 넉달만에 반등(6/25) https://is.gd/trVlr5 - 무신사 "무진장 여름블프 11일간 판매액 2천466억원"(6/26) https://is.gd/PMDwe7 - 티몬 품은 오아시스, 빠른 정상화 작업 돌입…내달 사업 재개(6/26) https://is.gd/giZbX5 - 디올·티파니 이어 명품 플랫폼 머스트잇도 고객 정보 유출(6/26) https://is.gd/JqqxL0 - 백악관 "상호관세 유예시한 연장될 수 있을 것…트럼프가 결정"(6/26) https://zrr.kr/7QeEkh - 관세로 미 1분기 성장률 -0.5%… 3년 만에 '역성장'(6/26) https://zrr.kr/qX0Xer - 인도네시아, '그림자 경제'를 겨냥해 새로운 전자상거래 세금 규정 마련 중(6/26) https://zrr.kr/GiWKeR - Loreal: 로레알, 메이크업 성장 둔화…불확실한 시장 속에서 매스·더모코스메틱이 성장 견인(6/24) https://zrr.kr/oFNzid - Target: 타겟, '공장직송(factory-direct)' 모델 도입 검토 중(6/24) https://zrr.kr/J6LNhb - Amazon: 아마존, 향후 3년간 영국에 400억 파운드 투자 계획 발표(6/24) https://zrr.kr/jPOFmd - Walmart: 월마트, 배송 속도를 높이기 위해 다크스토어(온라인 주문 처리에만 특화된 소형 물류센터)를 시험 운영(6/25) https://zrr.kr/2lCUid - Amazon: 아마존, 미국 시골 지역으로 Prime 배송 서비스 확대에 40억 달러 투자(6/25) https://zrr.kr/gKreVJ - Ulta beauty: 울타 뷰티 CFO(최고재무책임자) Paula Oyibo 사임(6/25) https://zrr.kr/AOClJC - Walmart: 월마트, 텍사스에 있는 샘스클럽 온라인 주문 처리 센터 폐쇄, 다른 지역으로 이관 예정(6/26) https://zrr.kr/gDEyeY - Beiersdorf: 바이어스도르프, 니베아 가격 분쟁으로 스위스 반독점 조사 직면(6/26) https://zrr.kr/FEJxlz
커버리지 기업	- BGF리테일: 편의점 CU "'칩플레이션' 영향에…초저가 상품 매출 껑충"(6/24) https://is.gd/HnRuH9 - 에이피알: 에이피알 뷰티 디바이스 글로벌 400만대 돌파(6/24) https://is.gd/7chKZW - 신세계: 신세계백화점의 K브랜드 해외 진출 지원 플랫폼, 프랑스 쁘렝땅 백화점서 첫 K뷰티 팝업스토어(6/24) https://is.gd/amQd4P - 코스맥스: 코스맥스, 일본 주류 기업인 백학주조와 공동개발한 화장품 '이토시로' 출시…내년 현지 공장 착공(6/25) https://is.gd/5ljpqp - 호텔신라: '신라모노그램 강릉 호텔&레지던스' 내달 31일 오픈(6/25) https://is.gd/aOBqy1 - 이마트: 이마트24, 말레이시아 100호점 돌파…내년까지 200개 이상 목표(6/25) https://is.gd/3AmEts - 이마트: 이마트, 킨텍스점 '스타필드 마켓'으로 재단장(6/25) https://is.gd/wy8DZg - 코스맥스: 코스맥스, 펜슬로 '메이크업 인 파리'서 수상(6/26) https://is.gd/AB54LZ - 아모레퍼시픽: 아모레퍼시픽, 남성화장품으로 '뷰티 정체기' 돌파한다(6/26) https://is.gd/a1EZPY - 롯데쇼핑: 강성현 롯데마트·슈퍼 대표 "온라인 투자 집중, 비효율 점포 축소"(6/26) https://is.gd/BPAAMM - 롯데쇼핑: 롯데마트 구리점, 4년 만에 재출점…식료품 특화 '그랑그로서리'(6/26) https://is.gd/6Bbo3i - 신세계: 신세계백화점, 뷰티숍 '시코르' 확장 시동…강남역에 주력 매장(6/26) https://is.gd/B5CdFx - GS리테일: GS25, 7월 아이스크림 특화점 오픈…여름 수요 공략 (6/26) https://is.gd/puUfiZ

자료: 언론보도, 한국투자증권

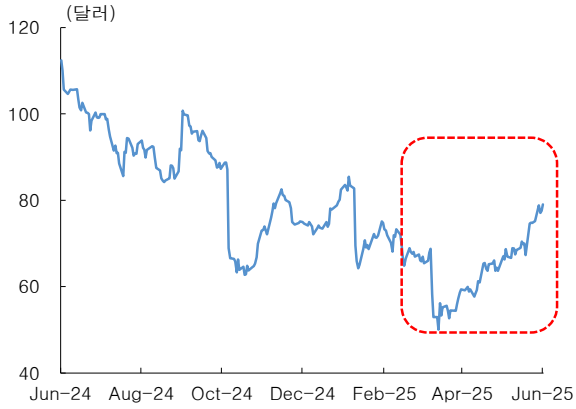
Industry Key charts

[그림 2] 일본이 수입하는 화장품 중 한국으로부터 수입하는 화장품 (HS code 3304) 비중은 5월에 44.5%(+0.5% QoQ, +7.2% YoY)를 기록



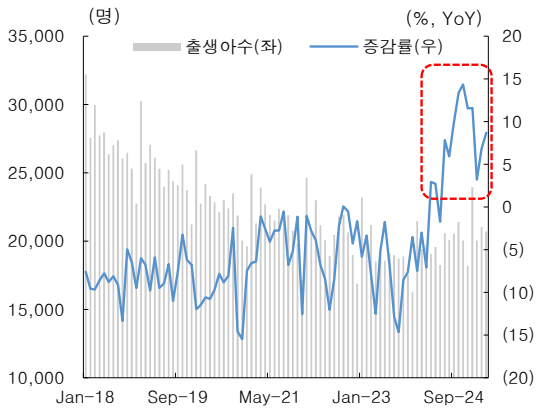
자료: ITC, 한국투자증권

[그림 3] 에스티로더 주가 추이. 회사의 체질 개선 노력이 성과를 보이며 최근 3개월간 주가가 19.9% 상승



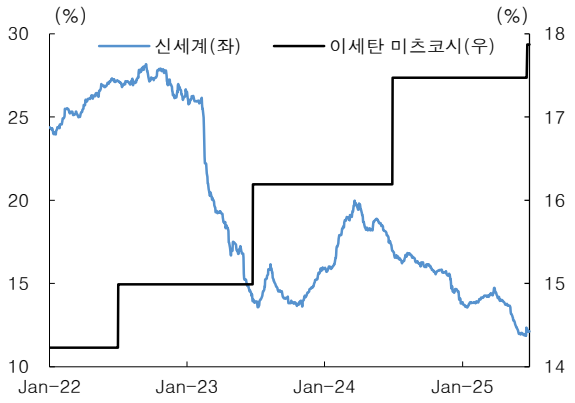
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 24년 7월부터 올해 4월까지 출생아수는 YoY 증가세를 보임



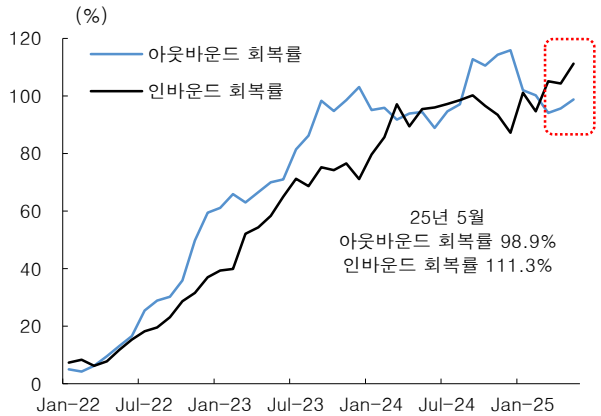
자료: 국가통계포털, 한국투자증권

[그림 5] 신세계와 일본 대표 백화점인 이세탄미츠코시홀딩스의 외국인의 지분을 비교. 엔저가 지속되었던 2023~24년 외국인들은 한국백화점 보다 일본 백화점의 투자를 선호했던 걸로 추정



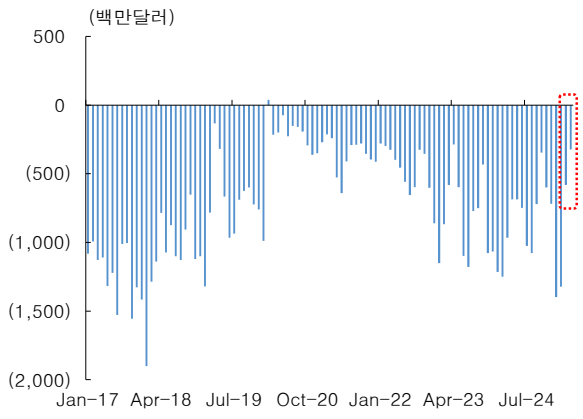
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 2025년 5월 아웃바운드 수는 2019년 5월대비 98.9%, 인바운드는 수는 111.3%를 기록



주: 19년 5월, 25년 5월 데이터는 법무부의 출입국 데이터 적용
자료: 법무부, 관광지식정보시스템, 한국투자증권

[그림 7] 관광수지 적자 규모 추이(관광수입-관광지출). 최근 인바운드가 증가하면서 관광수지 적자 규모가 축소되고 있음



자료: 관광지식정보시스템, 한국투자증권

<표 3> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
아모레퍼시픽	투자의견	매수	2023A	3,674	108	180	2,609	70,987	55.6	2.04	3.7	22.2	0.6
(090430)	목표주가(원)	180,000	2024A	3,885	220	593	8,601	76,206	12.2	1.38	11.7	13.0	1.1
	현재가 (6/27,원)	131,200	2025F	4,407	422	319	4,629	79,265	28.3	1.66	6.0	11.3	1.2
	시가총액(십억원)	7,674	2026F	4,916	510	373	5,411	82,753	24.2	1.59	6.7	9.8	1.4
			2027F	5,432	597	439	6,359	87,190	20.6	1.50	7.5	8.7	1.4
한국콜마	투자의견	매수	2023A	2,156	136	5	227	28,347	236.1	1.89	0.8	12.3	1.1
(161890)	목표주가(원)	105,000	2024A	2,452	194	90	3,830	33,579	14.4	1.64	12.5	10.3	1.3
	현재가 (6/27,원)	91,700	2025F	2,848	274	132	5,577	38,292	16.4	2.39	15.5	10.2	0.9
	시가총액(십억원)	2,164	2026F	3,257	336	194	8,228	45,484	11.1	2.02	19.6	8.6	1.1
			2027F	3,692	397	235	9,935	54,174	9.2	1.69	19.9	7.5	1.4
신세계	투자의견	매수	2023A	6,357	640	225	23,574	436,364	7.4	0.40	5.4	6.7	2.3
(004170)	목표주가(원)	215,000	2024A	6,570	477	108	11,776	452,779	11.3	0.29	2.5	8.1	3.4
	현재가 (6/27,원)	188,900	2025F	6,831	542	242	27,674	488,721	6.8	0.39	5.5	7.7	2.4
	시가총액(십억원)	1,821	2026F	7,033	631	306	34,855	521,569	5.4	0.36	6.5	6.9	2.6
			2027F	7,241	686	354	40,340	559,129	4.7	0.34	7.0	6.7	2.8

자료: 각 사, 한국투자증권

기업개요

신세계는 백화점(신세계, 인천/대구/대전신세계), 패션/화장품/가구(신세계인터내셔날, 까사미아), 면세점(신세계디에프) 등 유통업을 주요사업으로 영위함. 2023년 4분기 기준 백화점 12개, 면세점 3개, 아울렛 5개 점포 운영 중

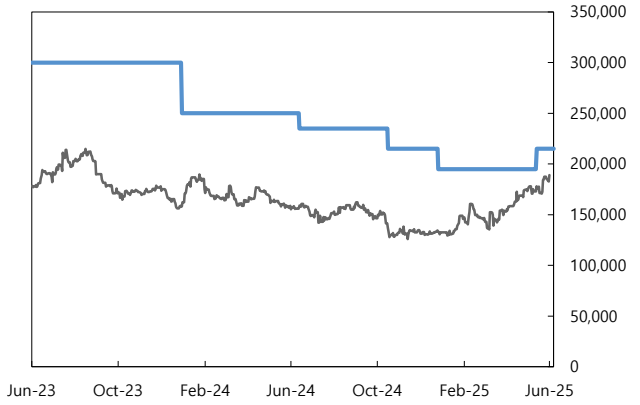
아모레퍼시픽은 2006년 아모레퍼시픽그룹을 인적분할하여 설립, 코스피에 재상장하였음. 2023년 기준 판매 경로 별 매출 비중은 순수 국내 42%, 면세 20%와 해외법인 및 수출 38%임. 주요 라인업으로 럭셔리 브랜드 설화수와 프리미엄 브랜드 라네즈가 있으며, 생활용품 브랜드로 려, 미쟝센 등이 있음

한국콜마는 2012년 10월 코스피에 상장한 국내 최초 화장품·제약·건강기능식품 ODM 전문기업. 중국 및 북미에 진출해 글로벌 생산 네트워크 구축하며 지속적인 투자와 기술개발로 업계 선두 지위를 유지하고 있음. 자회사 에이치케이이노엔㈜을 통해 전문의약품 및 H&B 사업과 자회사 ㈜연우를 통해 화장품용기제조업을 영위. 2025년 1분기 기준, 화장품 매출 비중은 53.9%, 전문의약품 34.6%, 패키징 9.8%임.

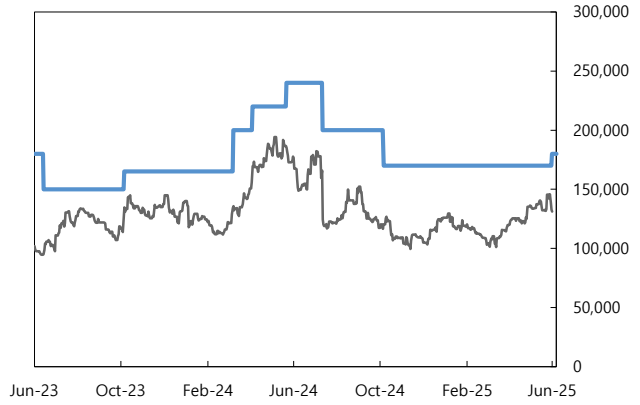
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
신세계 (004170)	2023.04.10	매수	300,000원	-37.3	-28.0		2023.11.01	매수	165,000원	-22.3	-12.1
	2024.01.25	매수	250,000원	-32.7	-24.2		2024.04.03	매수	200,000원	-30.1	-22.1
	2024.07.09	매수	235,000원	-35.2	-30.9		2024.04.30	매수	220,000원	-18.5	-11.7
	2024.11.11	매수	215,000원	-38.6	-35.7		2024.06.17	매수	240,000원	-30.4	-24.0
	2025.01.21	매수	195,000원	-22.7	-8.8		2024.08.07	매수	200,000원	-35.8	-23.9
	2025.06.09	매수	215,000원	-	-		2024.11.01	매수	170,000원	-30.7	-14.3
아모레퍼시픽 (090430)	2023.01.06	매수	180,000원	-29.4	-15.0		2025.06.27	매수	180,000원	-	-
	2023.07.10	매수	150,000원	-20.8	-10.7	한국콜마 (161890)	2025.05.30	매수	105,000원	-	-

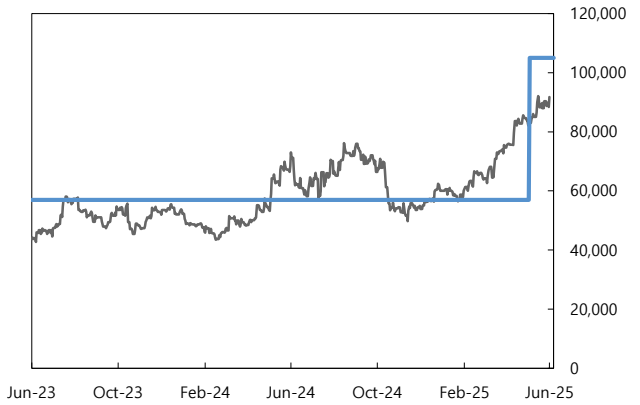
신세계(004170)



아모레퍼시픽(090430)



한국콜마(161890)



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 6월 30일 현재 신세계, 아모레퍼시픽, 한국콜마 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 아모레퍼시픽 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.8%	21.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.